

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

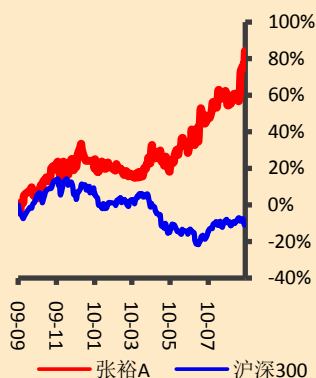
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/9/19

收盘价(元)	106.00
一年内最高价(元)	108.18
一年内最低价(元)	55.23
市净率	23.7
流通A股市值(亿元)	143.9

最近一年股价与大盘的涨幅



事件：前期，对公司进行了调研，与公司高管进行了友好地交流学习。我们之前已经了解了公司关于酒庄建设以及市场未来目标等事项，因此探讨的问题可能更为基本，探讨葡萄酒消费增长的内在动力所在。现向投资者简要汇报如下：

□ 如何看到进口葡萄酒的高增长对国内厂商的影响？

公司表示：

进口酒暂时还没有形成一种有影响力的品牌。消费者仅按价格选择进口葡萄酒会盲从；如果进口酒能够从品牌和渠道上做，才会有大的起色，深圳已经有代理商开始做这方面的工作。总的来说，进口酒对张裕的影响目前来说较为有限。

我们认为：

1) 从产品本身讲，进口酒质量参差不齐。进口葡萄酒分瓶装和散装，散装进来的（主要是新世界国家的葡萄酒）一般到国内哪里分装，在产品的安全性方面可能难以和张裕相媲美，这些酒档次一般比较低，但利润高，这也可能是沿海某些经销商从事进口酒销售的动力所在。而老世界葡萄酒的质量还是相当不错的，国内酒和这些酒相比确实还存在差距。

2) 从经销渠道上看，进口酒短期很难对张裕构成大威胁。公司从 2000 年开始谋划，2002 初步建成的总部、省、市的三级营销体系以及数以千计销售人员**和经销商**是张裕成为行业龙头的重要因素之一，进口葡萄酒如不能够从渠道建设方面突破的话，对国内市场的攻势恐难以持久。

3) 张裕高质量的葡萄酒体系建设初步成型，但内功修炼还得继续。我国著名的葡萄酒专家郭其昌教授说：“葡萄酒质量好坏，先天在于葡萄，后天在于工艺”。即葡萄质量的好坏对葡萄酒质量起着决定性影响。影响葡萄质量的因素有很多，例如葡萄的品种、土壤环境、气候条件等。其中，我们关注到了葡萄的树龄。葡萄树的树龄一般为 60 年：**1) 前十年为幼年期。**数根不是很深，所酿造出来的葡萄酒在口感上通常带有清新、清淡与新鲜的果香和花香。用幼年期酿造的葡萄大多在装瓶后一二年必须开瓶饮用，没有太大瓶内陈酿价值；**2) 接下来的三十年是成年期。**葡萄树因根部渐渐深入地下为葡萄带来丰富的矿物质，此时的葡萄不论在色泽或甜度上都十分充足，因此所酿造出的葡萄酒便开始展现出该葡萄品种特有的性格与芳香。**3) 第 40 年后，葡萄树开始进入衰老期。**树根扎根已深，随着品种不同，须根已深入地层 10-20 米，强大的须根系因此更能充分地吸收矿物质，因而可酿造出该产地地质特有的葡萄酒风味，这种葡萄具有更高的陈酿价值。

公司 2000 年开始建设 2002 年建成的烟台张裕-卡斯特酒庄，栽种的葡萄已接近 10 年，将进入成年期，对应的葡萄酒品质或许会有较大的改进。但与国外

顶级葡萄酒 40-50 年树龄相比可能还有一定的差距，因此张裕的内功修炼仍得深入。

□ 如何看待此轮经济逐步放缓对葡萄酒市场的影响？

公司表示：08 年金融危机情况下葡萄酒增速放缓与福建和广东市场下来有关，那时候宏观经济是个被动的调控。目前的调控是国家主动调控，葡萄酒在目前情况下受的影响较少，上海、江苏、浙江市场增长较好，浙江上半年增长 55% 左右，比福建高。

□ 公司作为行业龙头，如何培育消费者？

公司表示：

1) **大城市中消费葡萄酒是刚刚开始培育的过程。**对葡萄酒的喜欢、喝葡萄酒是对人的生活方式的改变，譬如白酒喝酒精度，具体没有什么细致。而葡萄酒怎么喝，怎么端，怎样饮对消费者来说均是新的课题。培养葡萄酒消费文化对生产企业对消费者来说均是新的课题。在北京建酒庄就是有这样的考虑，通过旅游、活动、口碑传播等来培育葡萄酒的消费文化，公司一直在做。

2) **烟台市场是未来葡萄酒市场潜力的最好说明。**烟台结婚喝葡萄酒的占大多数，这和公司宣传影响有关。有时，时尚还不好说，健康是切切实实地落到身上。

3) **重点培养消费领袖，有能力，有意愿的人。**这些消费领袖指政界和商界的高层精英们，通过这些人的带头作用来培育葡萄酒的消费文化和消费风气。

4) **与白酒相比，葡萄酒是世界性的语言。**葡萄酒是全球性的酒种，而白酒主要在中国，例如胡锦涛主席宴请奥巴马总统、世博会等均用张裕的葡萄酒，这就是代表了一种消费潮流。

5) **山西市场的转向。**山西是传统的白酒市场，但去年葡萄酒有 30% 的增长，今年上半年有 40% 的增长，现在政界有些人士聚会开始喝红酒了，开始关心自己的身体。

□ 目前公司主要的消费人群是？

公司表示：主要的消费人群因地域会有所不同。公司在上海市场中葡萄酒销售，商超占 70%，酒店占 30%；商超大部分进家庭。北京市场，60% 进酒店，40% 进商超，这可能与全国各地进入北京有关。总的来说葡萄酒进入家庭的潜力巨大。

□ **盈利预测及估值** 我们维持前期对公司 10-12 年的 EPS 为 2.68 元、3.30 元、4.28 元的盈利预测。**维持股价未来 6-12 个月的合理价值区间在 125 元的判断。**近期（中报之后）股价大幅上涨可能是受中秋国庆节日期间旺季消费和公司取消对恒丰银行财务投资等因素的刺激，我们**看好公司的长期投资价值**，维持“买入”的投资评级，但不排除短期内股价的波动。

相关研究报告:

《商标争议难掩巨额股权投资带来的潜在利润》2010/01/29

《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》2010/05/20

《把握收入分配体制改革和消费升级》2010/06/21

《普通品受压，中高档品喜人，总体呈现高端化》2010/08/09

□ 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。